

## 澳华内镜 (688212.SH)

买入 (维持评级)

## 公司点评

证券研究报告

## 新一期激励计划发布,激发核心团队积

## 极性

## 业绩简述

2023年10月12日,公司发布2023年限制性股票激励计划(草案),拟以31.08元/股的价格向激励对象授予500万股股票,占公司当前股本总额的3.73%,激励对象包括公司董事、高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员等共计113人。

## 经营分析

设置收入利润高增长目标,彰显公司长期发展信心。公司设置目标A(归属比例100%)与目标B(归属比例80%)2种公司层面考核目标,目标A要求2024-2026年公司收入达到9.9、14.0、20.0亿元,同比增长50%、41%、43%(以上一年考核目标为基数);剔除股份支付费用、商誉减值影响的净利润达到1.2、1.8、2.7亿元,同比增长50%、50%、50%,每年度收入或净利润需达到两个条件之一即可,高增长目标彰显了公司对未来经营的信心。

预计股份支付费用1.66亿,将激发核心团队的积极性。按照公告对激励计划支付费用的预测,此次激励计划将确认的总费用约为1.66亿元,分为2023-2026年共4年进行费用摊销,费用最高的年份费用达到8777万元,对各年净利润将产生一定影响,考虑到本激励计划对公司经营发展产生的正向作用,由此激发核心团队的积极性,提高经营效率,对公司长期业绩提升将发挥积极作用。

**4K超高清内镜平台逐步发力,三级医院份额有望快速提升。**公司新产品AQ-300具有国内首款4K超高清内镜系统,差异化功能匹配了临床端医生对图像清晰度的需求。依托新产品上市,前三季度公司品牌影响力进一步扩大,销售规模同时实现较大增长,前三季度公司初步预计实现4.2~4.5亿元收入,同比+50%~60%。未来新产品有望引领国内三级医院国产软镜份额快速提升。

## 盈利预测、估值与评级

暂不考虑股份支付费用对利润的影响,我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为0.83、1.53、2.43亿元,同比增长283%、84%、58%,EPS分别为0.62、1.14、1.81元,现价对应PE为101、55、35倍,维持“买入”评级。

## 风险提示

新产品研发不达预期风险;产品推广不达预期风险;海外贸易摩擦风险;汇率波动风险。

## 医药组

分析师:袁维(执业S1130518080002)

yuan\_wei@gjzq.com.cn

分析师:何冠洲(执业S1130523080002)

heguanzhou@gjzq.com.cn

市价(人民币):62.80元

## 相关报告:

- 《澳华内镜公司点评:二季度收入快速增长,4K新产品持续发力》,2023.8.15
- 《澳华内镜公司点评:内镜销售快速增长,4K新产品有望逐步放量》,2023.4.25
- 《澳华内镜公司点评:收入保持稳步增长,研发投入投入大幅上升》,2023.1.30



## 公司基本情况(人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	347	445	682	1,005	1,411
营业收入增长率	31.82%	28.30%	53.12%	47.38%	40.47%
归母净利润(百万元)	57	22	83	153	243
归母净利润增长率	208.16%	-61.93%	282.97%	84.16%	58.36%
摊薄每股收益(元)	0.428	0.163	0.621	1.143	1.811
每股经营性现金流净额	0.50	-0.31	0.50	0.58	1.15
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.57%	1.71%	6.15%	10.36%	14.43%
P/E	88.30	402.13	101.15	54.93	34.69
P/B	4.03	6.89	6.23	5.69	5.01

来源:公司年报、国金证券研究所

## 附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>主营业务收入</b>	<b>263</b>	<b>347</b>	<b>445</b>	<b>682</b>	<b>1,005</b>	<b>1,411</b>
增长率	31.8%	28.3%	53.1%	47.4%	40.5%	
<b>主营业务成本</b>	<b>-86</b>	<b>-107</b>	<b>-135</b>	<b>-181</b>	<b>-256</b>	<b>-351</b>
%销售收入	32.6%	30.7%	30.3%	26.5%	25.4%	24.9%
<b>毛利</b>	<b>177</b>	<b>240</b>	<b>310</b>	<b>501</b>	<b>749</b>	<b>1,060</b>
%销售收入	67.4%	69.3%	69.7%	73.5%	74.6%	75.1%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>	<b>-4</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>-11</b>
%销售收入	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
<b>销售费用</b>	<b>-56</b>	<b>-73</b>	<b>-132</b>	<b>-191</b>	<b>-251</b>	<b>-332</b>
%销售收入	21.2%	21.0%	29.6%	28.0%	25.0%	23.5%
<b>管理费用</b>	<b>-61</b>	<b>-70</b>	<b>-84</b>	<b>-116</b>	<b>-156</b>	<b>-198</b>
%销售收入	23.3%	20.3%	18.9%	17.0%	15.5%	14.0%
<b>研发费用</b>	<b>-39</b>	<b>-49</b>	<b>-97</b>	<b>-136</b>	<b>-201</b>	<b>-282</b>
%销售收入	14.9%	14.2%	21.7%	20.0%	20.0%	20.0%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>19</b>	<b>45</b>	<b>-6</b>	<b>53</b>	<b>133</b>	<b>238</b>
%销售收入	7.2%	12.9%	n. a.	7.7%	13.3%	16.8%
<b>财务费用</b>	<b>-1</b>	<b>-2</b>	<b>6</b>	<b>3</b>	<b>0</b>	<b>-2</b>
%销售收入	0.3%	0.5%	-1.4%	-0.4%	0.0%	0.2%
<b>资产减值损失</b>	<b>-3</b>	<b>-7</b>	<b>-11</b>	<b>-4</b>	<b>-2</b>	<b>-3</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>8</b>	<b>22</b>	<b>23</b>	<b>24</b>
<b>投资收益</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
%税前利润	4.0%	1.6%	35.9%	10.1%	5.5%	3.5%
<b>营业利润</b>	<b>25</b>	<b>58</b>	<b>11</b>	<b>93</b>	<b>176</b>	<b>282</b>
营业利润率	9.5%	16.6%	2.6%	13.7%	17.5%	20.0%
<b>营业外收支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>	<b>6</b>
<b>税前利润</b>	<b>24</b>	<b>58</b>	<b>17</b>	<b>99</b>	<b>182</b>	<b>288</b>
利润率	9.3%	16.6%	3.8%	14.6%	18.1%	20.4%
<b>所得税</b>	<b>-4</b>	<b>2</b>	<b>8</b>	<b>-15</b>	<b>-27</b>	<b>-43</b>
所得税率	15.3%	-3.6%	-47.8%	15.0%	15.0%	15.0%
<b>净利润</b>	<b>21</b>	<b>60</b>	<b>25</b>	<b>84</b>	<b>155</b>	<b>245</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>19</b>	<b>57</b>	<b>22</b>	<b>83</b>	<b>153</b>	<b>243</b>
净利率	7.0%	16.4%	4.9%	12.2%	15.2%	17.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>净利润</b>	<b>21</b>	<b>60</b>	<b>25</b>	<b>84</b>	<b>155</b>	<b>245</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>2</b>
<b>非现金支出</b>	<b>27</b>	<b>40</b>	<b>52</b>	<b>37</b>	<b>44</b>	<b>51</b>
<b>非经营收益</b>	<b>-1</b>	<b>-8</b>	<b>-25</b>	<b>-35</b>	<b>-36</b>	<b>-34</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>25</b>	<b>-25</b>	<b>-95</b>	<b>-19</b>	<b>-86</b>	<b>-109</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>72</b>	<b>66</b>	<b>-42</b>	<b>67</b>	<b>77</b>	<b>153</b>
资本开支	-57	-90	-76	-156	-89	-69
投资	1	-46	-390	0	0	0
其他	0	1	5	10	10	10
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-56</b>	<b>-135</b>	<b>-460</b>	<b>-146</b>	<b>-79</b>	<b>-59</b>
股权筹资	0	691	0	0	0	0
债权筹资	0	0	0	-23	83	16
其他	0	-33	-34	-1	-30	-46
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>0</b>	<b>659</b>	<b>-34</b>	<b>-24</b>	<b>53</b>	<b>-30</b>
<b>现金净流量</b>	<b>15</b>	<b>590</b>	<b>-537</b>	<b>-104</b>	<b>51</b>	<b>64</b>

资产负债表 (人民币百万元)						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>货币资金</b>	<b>177</b>	<b>767</b>	<b>230</b>	<b>123</b>	<b>172</b>	<b>234</b>
<b>应收账款</b>	<b>36</b>	<b>70</b>	<b>135</b>	<b>151</b>	<b>222</b>	<b>312</b>
<b>存货</b>	<b>101</b>	<b>97</b>	<b>180</b>	<b>183</b>	<b>259</b>	<b>356</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>22</b>	<b>63</b>	<b>474</b>	<b>493</b>	<b>519</b>	<b>547</b>
<b>流动资产</b>	<b>336</b>	<b>997</b>	<b>1,019</b>	<b>949</b>	<b>1,172</b>	<b>1,449</b>
%总资产	54.1%	73.9%	69.8%	62.5%	65.3%	69.0%
<b>长期投资</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>	<b>3</b>
<b>固定资产</b>	<b>146</b>	<b>183</b>	<b>238</b>	<b>364</b>	<b>401</b>	<b>413</b>
%总资产	23.5%	13.6%	16.3%	23.9%	22.4%	19.7%
<b>无形资产</b>	<b>124</b>	<b>140</b>	<b>144</b>	<b>163</b>	<b>180</b>	<b>195</b>
<b>非流动资产</b>	<b>285</b>	<b>352</b>	<b>442</b>	<b>569</b>	<b>623</b>	<b>650</b>
%总资产	45.9%	26.1%	30.2%	37.5%	34.7%	31.0%
<b>资产总计</b>	<b>621</b>	<b>1,349</b>	<b>1,460</b>	<b>1,519</b>	<b>1,794</b>	<b>2,098</b>
<b>短期借款</b>	<b>0</b>	<b>3</b>	<b>7</b>	<b>0</b>	<b>83</b>	<b>99</b>
<b>应付款项</b>	<b>29</b>	<b>19</b>	<b>55</b>	<b>46</b>	<b>65</b>	<b>89</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>24</b>	<b>37</b>	<b>68</b>	<b>72</b>	<b>108</b>	<b>153</b>
<b>流动负债</b>	<b>53</b>	<b>59</b>	<b>130</b>	<b>118</b>	<b>255</b>	<b>341</b>
<b>长期贷款</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>23</b>	<b>31</b>	<b>48</b>	<b>35</b>	<b>45</b>	<b>58</b>
<b>负债</b>	<b>76</b>	<b>90</b>	<b>178</b>	<b>153</b>	<b>300</b>	<b>399</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>534</b>	<b>1,249</b>	<b>1,268</b>	<b>1,351</b>	<b>1,478</b>	<b>1,680</b>
其中：股本	100	133	133	133	133	133
未分配利润	65	117	112	195	322	524
少数股东权益	11	10	14	15	17	19
<b>负债股东权益合计</b>	<b>621</b>	<b>1,349</b>	<b>1,460</b>	<b>1,519</b>	<b>1,794</b>	<b>2,098</b>

比率分析						
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.185	0.428	0.163	0.621	1.143	1.811
每股净资产	5.343	9.364	9.510	10.087	11.031	12.543
每股经营现金净流	0.715	0.496	-0.314	0.499	0.578	1.148
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.200	0.300
<b>回报率</b>						
净资产收益率	3.46%	4.57%	1.71%	6.15%	10.36%	14.43%
总资产收益率	2.98%	4.23%	1.49%	5.48%	8.54%	11.56%
投入资本收益率	2.95%	3.67%	-0.69%	3.27%	7.19%	11.23%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	-11.58%	31.82%	28.30%	53.12%	47.38%	40.47%
EBIT增长率	-69%	136.05%	-113.39%	-978.02%	153.34%	78.15%
净利润增长率	-65%	208.16%	-61.93%	282.97%	84.16%	58.36%
总资产增长率	3.59%	117.25%	8.23%	4.01%	18.14%	16.94%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	75.8	53.2	80.7	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	414.8	339.6	375.1	370.0	370.0	370.0
应付账款周转天数	115.3	67.0	88.5	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	180.2	159.0	140.7	132.4	96.1	71.5
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-32.45%	-64.34%	-51.98%	-43.09%	-38.65%	-38.13%
EBIT利息保障倍数	20.9	23.5	1.0	-17.9	680.6	109.8
资产负债率	12.28%	6.70%	12.22%	10.05%	16.71%	19.01%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

**市场中相关报告评级比率分析说明:**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分, 为“增持”得 2 分, 为“中性”得 3 分, 为“减持”得 4 分, 之后平均计算得出最终评分, 作为市场平均投资建议的参考。

**最终评分与平均投资建议对照:**

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持 ; 2.01~3.0=中性

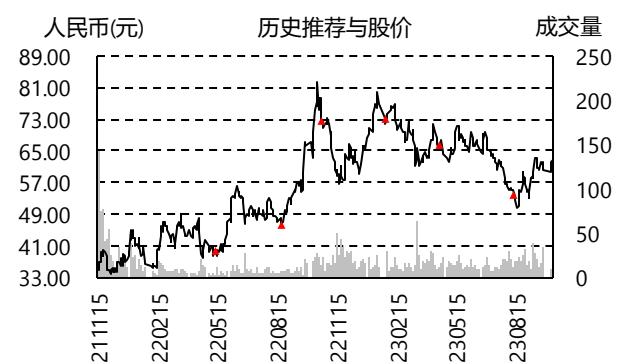
3.01~4.0=减持

来源: 聚源数据

**历史推荐和目标定价(人民币)**

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-05-18	买入	38.81	38.81~50.47
2	2022-08-25	买入	46.45	N/A
3	2022-10-25	买入	78.23	N/A
4	2023-01-30	买入	76.79	N/A
5	2023-04-25	买入	65.20	N/A
6	2023-08-15	买入	55.08	N/A

来源: 国金证券研究所


**投资评级的说明:**

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;

中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;

减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

---

**上海**

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦5楼

**北京**

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街26号

新闻大厦8层南侧

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心

18楼1806